

# Crise financeira internacional e o retorno das políticas econômicas de Keynes

**UNISINOS, 13/05/2018**

Luiz Fernando de Paula

Professor do Instituto de Economia da  
Universidade Federal do Rio de Janeiro  
(IE/UFRJ) e ex-Presidente da Associação  
Keynesiana Brasileira (AKB)

# Apresentação

- Abordagem keynesiana da crise
- Causas da crise financeira internacional de 2007/2008
- Respostas de política econômica à crise
- Recuperação econômica mundial
- Lições da crise

# Abordagem de Keynes sobre crise financeira

- Mercados não tendem a se auto-regular: incerteza, comportamento especulativo de curto prazo, etc.
- Expectativas dos agentes são fortemente pro-cíclicas e dependem de “convenções”

=> supor que o presente estado de coisas continuará indefinidamente: seguir comportamento da maioria ou da média de opinião

- Cassino financeiro gera “redemoinho especulativo” (Keynes, TG 1936, cap.12)

=> Como os especuladores dominam os mercados financeiros, as práticas de curto prazo determinam a evolução dos preços dos ativos

=> Sistemas financeiros têm papel ambíguo nas economias capitalistas, pois são importantes na atividade de financiamento das firmas mas ao mesmo tempo são propensos a especulação!

- Economias capitalistas na expansão tendem a se fragilizar financeiramente (Minsky, 1982, 1986).

# A hipótese de fragilidade financeira

- Própria dinâmica do processo de crescimento econômico leva as firmas a se tornarem crescentemente endividadas para expandir o investimento. Existe uma tendência inerente das estruturas financeiras capitalistas em se moverem de *estado de robustez* para um *estado de fragilidade* ao longo do tempo. Isto ocorre em função das *mudanças nas expectativas dos agentes* que ocorre ao longo do ciclo econômico, e a forma como esta mudança é transmitida através do sistema financeiro.
- As flutuações cíclicas da economia resultam da maneira como as firmas financiam suas posições de carteira, com a fragilidade se elevando em períodos de crescimento devido ao aumento do número de agentes com posturas especulativas.

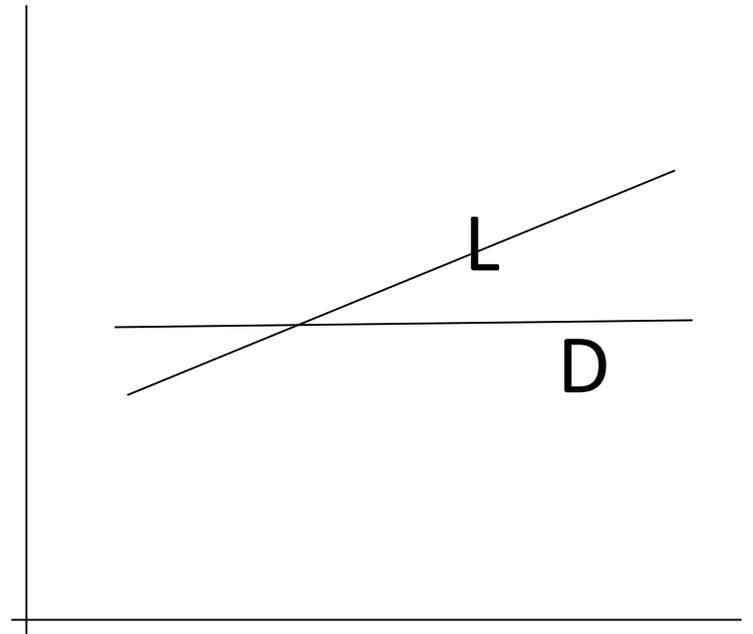
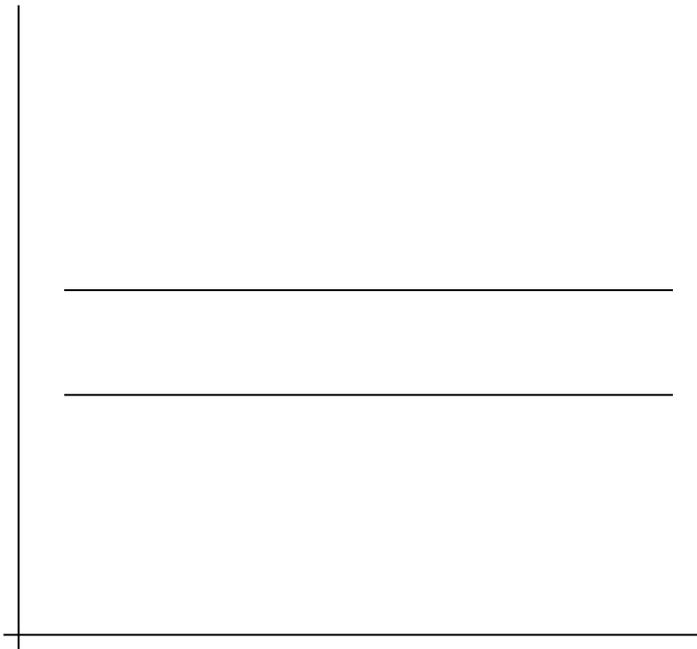
Hedge

Especulativa

L,D

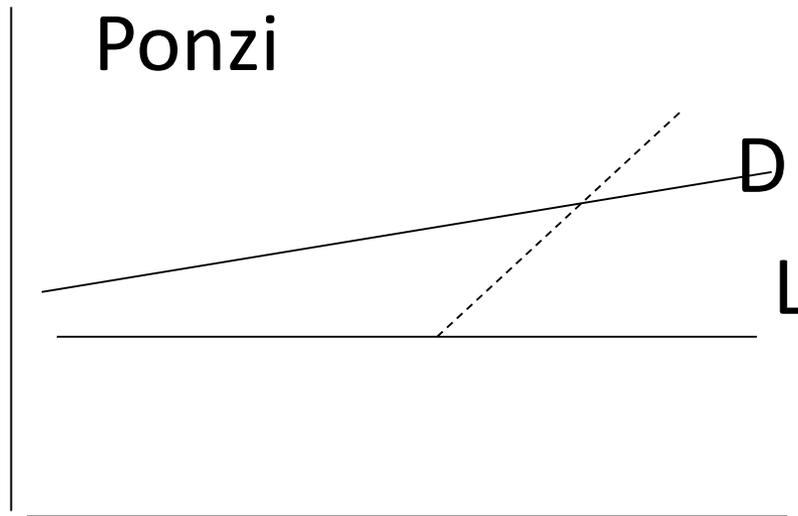
L

D



L,D

Ponzi



# Papel do governo...

- "*Big bank*" é um banco central que intervém como *emprestador de última instância*, fornecendo liquidez para que os bancos possam conceder crédito às empresas, *evitando assim que elas deixem de pagar seus empréstimos e fechem*. Para tanto, BC deve fornecer a liquidez necessária para atender a fluxos de caixa financeiramente frágeis e os participantes do mercado devem perceber que esse "*big bank*" está disposto a desempenhar esse papel.
- "*Big government*": *gasto governamental anticíclico* de um setor público com participação significativa na demanda agregada pode conter a *tendência à deflação de dívidas* que surge na crise. Se, em face de uma crise, a oferta de liquidez por parte do setor bancário e do BC visa a estabilizar os fluxos de caixa, alguém precisa gastar essa liquidez – i.e., trocá-la por bens; se as empresas têm pouca capacidade para gastar e as pessoas estão assustadas demais para fazê-lo, o governo pode aumentar seus gastos. Isto impede o pânico e *cria um piso para os preços dos ativos* que teriam previamente caído (Grande Depressão) bem abaixo de seus níveis atuais.

# Crise financeira internacional

## Qual a causa da crise?

- Economistas liberais atribuem a política monetária frouxa do FED, que seria responsável pela bolha de ativos.
- Mercados financeiros regulamentados tendem a ser pouco inovadores e ineficientes.
- Fé na eficiência e capacidade de auto-regulação do mercado.
- Visão keynesiana:
  - a) Crise financeira é resultado fundamentalmente da falta de regulamentação dos mercados financeiros e da fragilização financeira de economias em expansão.
  - b) Regulamentação é necessária devido ao problema de assimetria de informações e instabilidade que é intrínseca ao funcionamento desses mercados.

# Liberalização financeira....

- Desregulamentação financeira (ideologia neoliberal):
  - a) Erosão da segmentação nos mercados financeiros domésticos (como setor bancário comercial e atividades de comercialização de títulos).
  - b) Liberalização dos fluxos de capitais: desregulamentação da conta de capital do balanço de pagamentos.
- Globalização financeira aumentou o grau de interconexão entre as instituições financeiras e mercados financeiros de diferentes países.
- Contexto anos 1990/2000: “Grande Moderação”, período de estabilidade no mundo com tx juros baixas.
- Acirramento da concorrência bancária e queda nas margens de intermediação financeira: conglomeração financeira e aumento da escala de operação. Pressão competitiva para aumentar lucros, assumindo maiores riscos!

# Transformações no Sistema Financeiro

- Nova forma de operação bancária: “*originate and distribute*” em que bancos buscam maximizar tarifas e comissões, gerenciando seus ativos para fora do balanço.
- *Securitização*: títulos lastreados em rendas a receber emitidos nos mercados de capitais para financiar empréstimos. Bancos não precisam manter capital para apoiar o empréstimo. Securitização em tese serviria para diluir riscos, mas na prática serve para esconder riscos!
- Investidores dependem quase exclusivamente das avaliações das *agências de avaliação de risco*.
- *Mecanismos de auto-regulação* do setor são falhos devido ao caráter pró-cíclico da tomada de risco e natureza opaca da regulamentação financeira, face a existência de novos instrumentos financeiros não-regulamentados. Omissão dos reguladores?

# Subprime e securitização da hipoteca

- Instituições financeiras (bancos, bancos de poupança, corretoras etc.) originam uma “hipoteca”, ie., conseguem tomadores de empréstimos para compra de uma casa.
- Originador do contrato, dada a longa duração e risco do ativo, vende o contrato para um banco de investimento, que vai empacotá-lo junto com outros contratos semelhantes (“padronizados”), dando origem a “Obrigações de dívida colateralizada” (*Collateralized Debt Obligation*, CDO), ie., obrigação de dívida lastreada em contratos hipotecários.
- Esses ativos recebem classificação de grau de investimento (acima de BBB+) de uma agência de rating.
- CDOs são vendidos a investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de hedge) e bancos de qq lugar do mundo.

# Subprime e securitização da hipoteca

- Fannie Mae, Freddie Mac: instituições semi-públicas com função de dar apoio da mercados secundários de hipotecas, através de compras e vendas dessas dívidas dando liquidez aos mercados. Estabelecem padrões para garantir que empréstimos hipotecários sejam concedidos a tomadores com renda suficiente para pagar financiamento..
- Mercado subprime: hipotecas fora do padrão estabelecido por essas instituições, tendo como tomadores famílias de baixa renda, sem segurança econômica, sem maior experiência de crédito.
- Empréstimos hipotecários com taxas de juros ajustáveis (*teaser rates*) para indivíduos que não tinham renda suficiente e regular, sendo inicialmente mais baixas que tx mercado.
- Houve também um processo de “ressecuritização”, com empacotamento adicional, criando papéis lastreados em papéis lastreados em hipotecas.

# A crise de 2007

- Crença de que preços das imóveis continuariam a subir para sempre (em caso de inadimplência, casa pode ser vendida com lucro). Expansão dos financiamentos, permitida pelo aumento da alavancagem, sustentou crescimento da demanda por imóveis, elevando seus preços e estimulando nova expansão dos empréstimos.
- Contudo, a medida que os juros dos empréstimos imobiliários aumentam, eleva-se a inadimplência, comprometendo o retorno sobre os ativos hipotecários securitizados.
- Bancos são obrigados a informar acerca da perda desses títulos (marcados pelo valor de mercado) e agências de risco rebaixam os mesmos.
- Com queda no valor dos colaterais (imovéis), financiamentos de curto prazo que sustentam compra de títulos secam, e investidores são forçados a vender títulos securitizados em mercado em baixa.
- Queda no valor dos ativos securitizados gera uma deflação de dívida -> CRISE FINANCEIRA SISTÊMICA!
- Crise de crédito => crise de liquidez => crise de confiança

# A crise financeira internacional de 2008-09

- Lehman Brothers não era um banco “grande demais para falir” mas sim “altamente conectado” com outras instituições financeiras. O contágio de sua falência tem a ver com uma “crise de confiança”: surpresa sobre discurso oficial da necessidade de limitar o “risco moral” envolvido nas operações de resgate.
- Houve um aumento dramático da *aversão ao risco* de investidores no mundo inteiro; venda de ativos financeiros em outras praças financeiras levou a uma queda vertiginosa de seus preços, em função da “fuga de qualidade” para os títulos do Tesouro americano.
- *Crise do Euro*: países da periferia exibiam fragilidades macro (déficits públicos elevados na Grécia, desequilíbrios em c/c em Portugal, “crise bancária” na Irlanda, bolha imobiliária doméstica na Espanha) que foram magnificadas pelo contexto de crise financeira. Política de ajuste transformou dificuldades financeiras numa crise econômica.

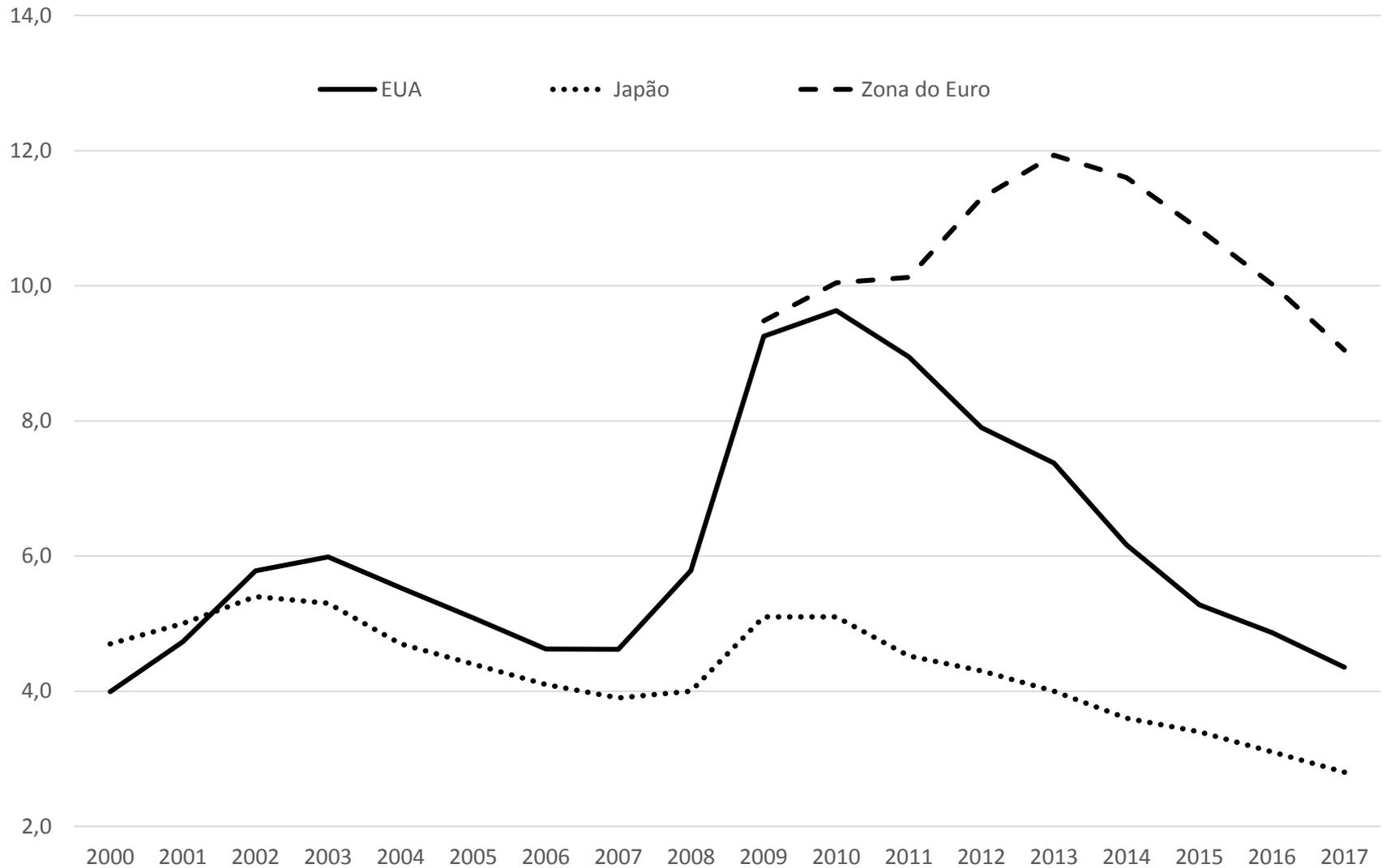
# Porque ela aconteceu de novo?

- Peculiaridades da crise atual:
  - a) Crise da globalização financeira* (mercados financeiros globalizados e desregulamentados): sistemas financeiros operando sem regulação não são capazes de evitar amplas crises financeiras.
  - b) Buracos negros no aparato de supervisão financeira*, pois instituições financeiras eram reguladas por entidades diferentes e regras distintas.
  - c) Epicentro da crise nos países centrais (EUA, Europa).* Desaceleração econômica maior nos países desenvolvidos (1,5% em 2008) do que nos países em desenvolvimento (6,9%).
  - d) Contágio* muito rápido, com efeito direto (canal financeiro) e indireto (via comércio internacional).
  - e) Depressão* foi evitada, mas economias avançadas vivenciaram uma “Grande Recessão”.
  - f) Uma vez que mercados financeiros* sofram turbulências mais graves é crucial impedir uma desvalorização generalizada de ativos, atenuando deflação de dívidas.

# Taxa de crescimento do PIB (%a.a.)



# Taxa de desemprego (%)

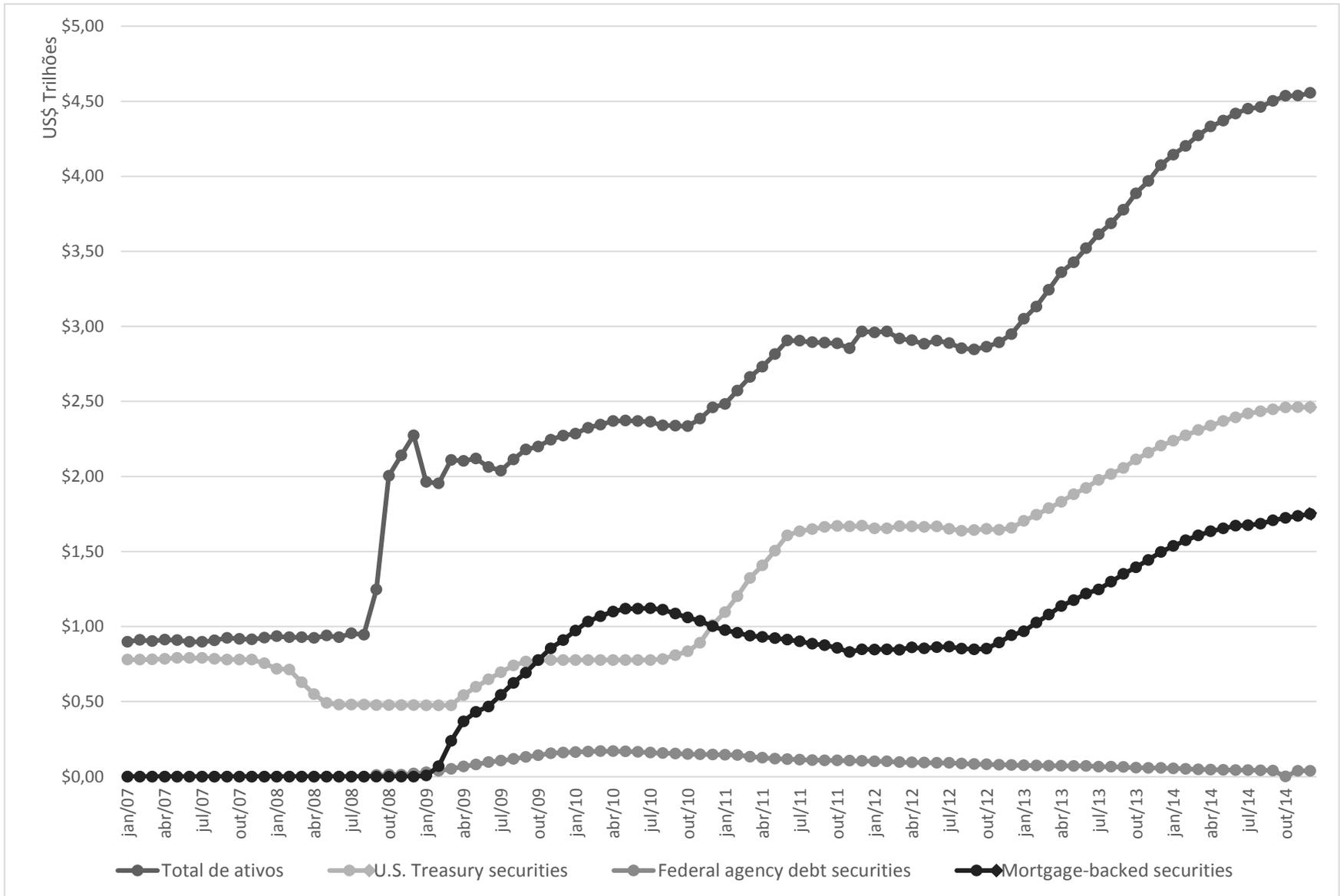


# EUA

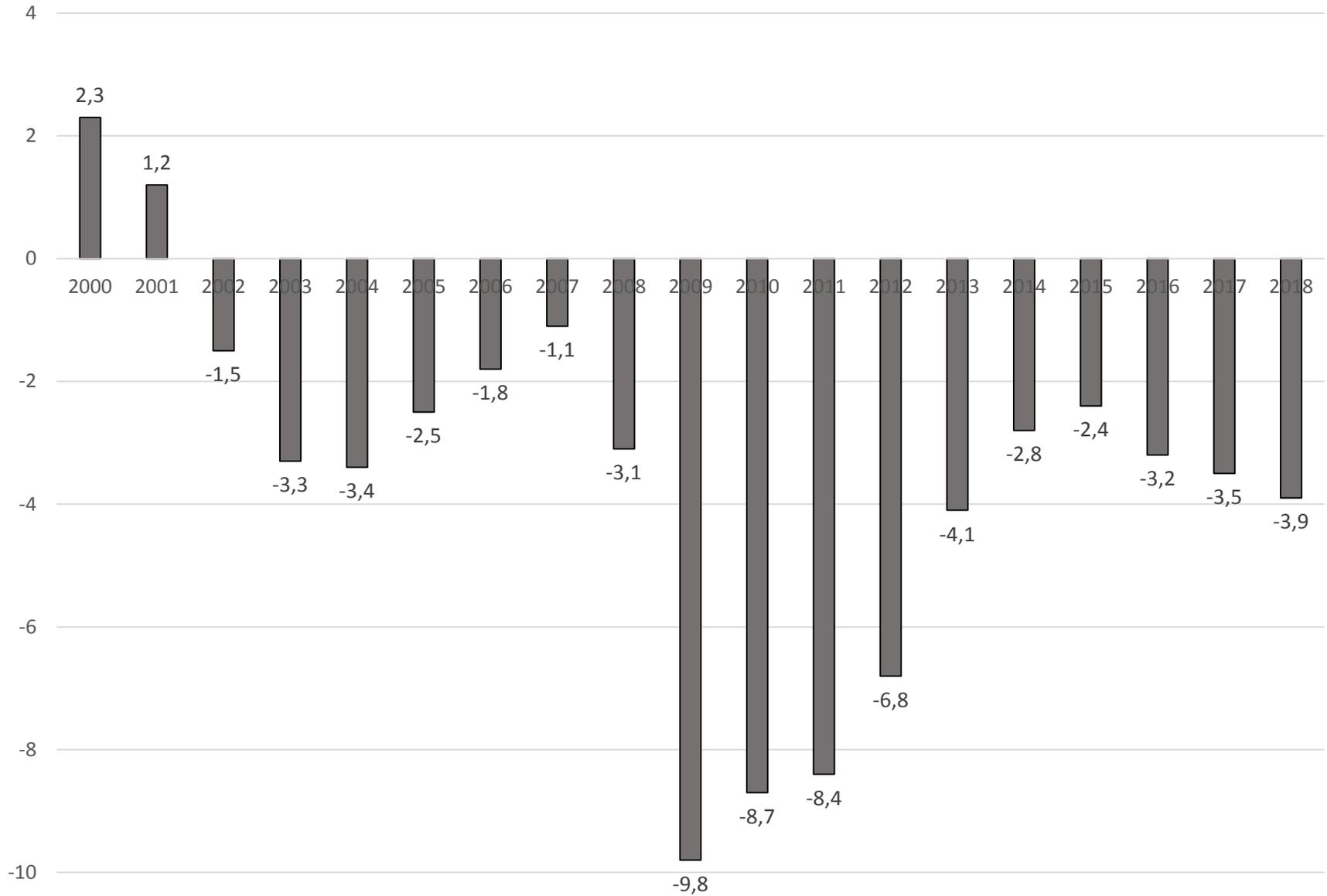
- FED atua rapidamente como emprestador de última instância: evita problema de liquidez/insolvência dos bancos e uma deflação maior no preço dos ativos (Big Bank).
  - Política fiscal contra-cíclica, em particular em 2009/2011 (Big Government).
  - Política de “quantitative easing” (afrouxamento quantitativo ou flexibilização quantitativa) a partir de 2009, sendo usada quando a política monetária convencional se torna ineficaz
- => compra de ativos financeiros dos bancos comerciais e outras instituições financeiras, buscando aumentar os preços desses ativos e reduzir taxa de juros na ponta longa da curva de rendimentos.



# FED: Large-Scale Asset Purchase Programs (LSAP)



# EUA: Resultado fiscal/PIB



# Multiplicadores dos gastos públicos

| <b>Autor</b>                           | <b>Multiplicador fiscal</b> |          | <b>País</b> |
|--|-----------------------------|----------|-------------|
|  | Aceleração                  | Recessão |             |
| Auerbach e Gorodnichenko (2012a)       | 1,1                         | 3,7      | EUA         |
| Auerbach e Gorodnichenko (2012b)       | 0,5                         | 2,3      | OCDE        |
| Auerbach e Gorodnichenko (2014)        | 1,0                         | 4,0      | Japão       |
| Hernandez de Cos e Moral-Benito (2013) | 0,6                         | 1,3      | Espanha     |
| Owayang et al (2013)                   | 0,4                         | 1,6      | Canadá      |
| Canzoneri et al (2012)                 | 0,9                         | 2,3      | EUA         |

# Dificuldades da Zona do Euro

- a) Banco Central não atuava como emprestador de última instância.
- b) Demorou a adotar uma política de afrouxamento monetário.
- c) Zona euro: área monetária com estrutura econômica muito heterogênea. Países da periferia tiveram dificuldades com o contágio da crise.
- d) Política fiscal fica a cargo dos governos nacionais.

## O debate nos EUA sobre políticas convencionais pós-crise

- Dominância do “Novo Consenso Macroeconômico” em termos de prescrição de política econômica, com incorporação de avanços teóricos do “*mainstream*”.
- Combinação de preceitos teóricos ortodoxos (expectativas racionais, não-neutralidade da moeda no LP, rigidez de preços e salários microfundamentada, etc.) com certa flexibilidade para acomodação de volatilidade do produto.
- Crise de 2007-2008 e Grande Recessão: revisão deste programa de pesquisa, inclusive por alguns economistas do “*mainstream*”.
- Políticas anticíclicas: “*quantitative easing*”, política fiscal, Basileia III, etc.

# Lições da crise

- Não se trata de uma crise “classicamente” minskyana”, ainda que tenha elementos da análise de Minsky.
- Novidade foi a proliferação de instrumentos de securitização na economia e forma de disseminação de riscos na economia.
- No novo SF “*originate and distribute*”: pulverização/ opacidade do risco.
- Desregulamentação financeira foi o elemento subjacente a crise, que veio acontecer no país com o SF mais desenvolvido do mundo!
- Necessidade de rever drasticamente aparato de regulamentação bancária: Basileia III
- Keynesianismo de ocasião ou revisão das políticas do NCM?
- Necessidade de repensar a implementação de políticas econômicas convencionais: retorno ao keynesianismo?

# Sítio de pesquisa

- <http://www.luizfernandodepaula.com.br>

Obrigado!